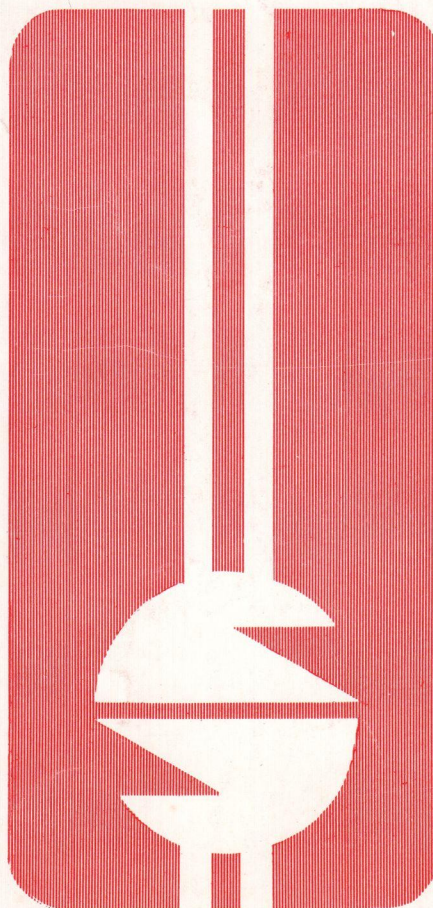


Faculdade
de Ciências Econômicas
UFRGS

análise econômica

- **STATE AND THE LIBERALIZATION OF THE BRAZILIAN ECONOMY**
Carlos Alberto Longo
- **MOEDA E CRÉDITO NA ECONOMIA BRASILEIRA: UM MODELO COM VETORES DE CORREÇÃO DE ERROS**
Rolando M. Guzmán
- **BASES PARA UM NOVO MODELO DE POLÍTICA FISCAL PARA O BRASIL**
Flávio Riani
- **POR QUE OS SINOS DOBRAM? CONFLITO TRABALHISTA E SALÁRIOS DO MAGISTÉRIO PÚBLICO DO RIO GRANDE DO SUL, 1974-1991**
Carlos Henrique Horn
Roberto Balau Calazans
- **A POLÍTICA MONETÁRIA E AS TAXAS DE JUROS NO PLANO COLLOR**
Lauro Lobo Burle
- **DIFUSÃO E TRANSFERÊNCIA DA TECNOLOGIA DE PRODUÇÃO DE CIMENTO NO BRASIL**
Maria Cristina Pereira de Melo
- **SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO: UMA PROPOSTA DE DISCUSSÃO**
Luiz Felipe Serpa
- **TEORIA ECONÔMICA DO CASAMENTO E DO DIVÓRCIO**
Giácomo Balbinotto Neto
- **RESENHA**
VARGAS: O CAPITALISMO EM CONSTRUÇÃO,
DE PEDRO C. D. FONSECA
João Rogério Sanson
- **LIVROS RECEBIDOS**
Claudine Saldanha César



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL

Reitor: Prof. Héglio Henrique Casses Trindade

FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Diretora: Profª Yeda Rorato Crusius

CENTRO DE ESTUDOS E PESQUISAS ECONÔMICAS

Diretor: Reinaldo Ignacio Adams

DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Chefe: Prof. Fernando Ferrari Filho

CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

Coordenador: Prof. João Rogério Sanson

CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA RURAL

Coordenador: Prof. Juvir Luiz Mattuella

CONSELHO EDITORIAL: Achyles Barcelos da Costa, Aray Miguel Feldens, Atos Freitas Grawunder, Carlos Augusto Crusius, Ernani Hickmann, Fernando Ferrari Filho, João Rogério Sanson, Juvir Luiz Mattuella, Maria Imilda da Costa e Silva, Nali de Jesus de Souza, Nuno Renan Lopes de Figueiredo Pinto, Otília Beatriz Kroeff Carrion, Otto Guilherme Konzen, Paulo Alexandre Spohr, Pedro Cezar Dutra Fonseca, Reinaldo Ignacio Adams, Roberto Camps Moraes, Valter José Stülp, Yeda Rorato Crusius, David Garlow (Wharton Econometrics Forecasts Association, E.U.A.), Edgar Augusto Lanzer (UFSC), Eleutério F. S. Prado (USP), Fernando Holanda Barbosa (FGV/RJ), Gustavo Franco (PUC/RJ), Joaquim Pinto de Andrade (UNB), Juan H. Moldau (USP), Werner Baer (Univ. de Illinois, E.U.A.)

COMISSÃO EDITORIAL: Atos Freitas Grawunder, Reinaldo Ignacio Adams, Pedro Cezar Dutra Fonseca, Roberto Camps Moraes.

EDITOR: Nali Jesus de Souza

SECRETARIA: Maria Ivone de Mello (normalização), Vanete Ricacheski (revisão de textos)

FUNDADOR: Prof. Antônio Carlos Santos Rosa

Os materiais publicados na Revista **Análise Econômica** são de exclusiva responsabilidade dos autores. É permitida a reprodução total ou parcial dos trabalhos, desde que seja citada a fonte.

Aceita-se permuta com revistas congêneres. Aceitam-se, também, livros para divulgação, elaboração de resenhas ou resenhas.

Toda correspondência, material para publicação (vide normas na 3ª capa), assinaturas e permutas devem ser dirigidos ao seguinte destinatário:

PROF. NALI DE JESUS DE SOUZA

Revista Análise Econômica

Av. João Pessoa, 52

90040-000 – PORTO ALEGRE (RS), BRASIL

Telefones: (051) 228.1633 – 224.6022 – Ramais 3348 ou 3440

FAX: (051) 225.1067

A POLÍTICA MONETÁRIA E AS TAXAS DE JUROS NO PLANO COLLOR

Lauro Lobo Burle *

SINOPSE

Este artigo analisa a política monetária, as taxas de juros e as aplicações em depósitos a prazo durante o Plano Collor. O trabalho pretende evidenciar que o aperto de liquidez e o descontrole dos preços acentuaram a escassez de crédito de longo prazo, assim como transformaram os depósitos a prazo no principal ativo financeiro em poder do público.

1. INTRODUÇÃO

No dia 15 de março de 1990, o Banco Central confiscou por um ano e meio cerca de 70% dos ativos financeiros do setor privado, acentuando o processo de redução da poupança financeira registrado pela economia brasileira desde meados da década de 80 (Martone, 1991; Yoshino & Lundberg, 1991). Por outro lado, após vinte meses do Plano Collor, verifica-se que a reforma financeira não alcançou um dos seus principais objetivos, ou seja, o alongamento do prazo dos empréstimos e das aplicações do sistema financeiro. Constata-se que as captações se concentram em Certificados de Depósito Bancário (CDBs) prefixados a 30 dias, o que se explicou em grande parte pela liquidez apertada e descontrole dos preços desse plano de estabilização.

Este artigo está organizado da seguinte forma: na seção 2, analisa-se a política monetária, desde a adoção do Plano Collor até a segunda metade de 1991; na seção 3, discutem-se os principais aspectos das aplicações em depósitos a prazo e das taxas de juros desse programa de ajustamento e; na seção 4, apresentam-se as considerações finais.

* Da Faculdade de Economia do Centro de Ensino Unificado de Brasília (CEUB).

ANÁLISE ECONÔMICA	ANO 10	N:18	SETEMBRO/92	P.83-94
-------------------	--------	------	-------------	---------

2. POLÍTICA MONETÁRIA¹

Em março de 1990, o Banco Central confiscou quase três quartos da poupança financeira por 18 meses, impôs o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) (de uma única vez) sobre o resgate das aplicações, reduziu o prazo de recolhimento do exigível compulsório de quinzenal para semanal (Circular nº 1601) e dividiu os bancos em dois grupos, visando o maior controle das reservas bancárias. Posteriormente, em face do aperto da liquidez resultante das medidas acima, a autoridade monetária cobriu as deficiências em cruzados das instituições financeiras nas reservas bancárias e abriu linha especial de crédito para o pagamento de salários (Resolução nº 1697).

No entanto o rápido aumento da liquidez propiciado pela devolução legal e extra-legal da moeda confiscada levou o Conselho Monetário Nacional (CMN), já em máio, a estabelecer metas rígidas de expansão monetária, prevendo-se para o M1 (papel moeda em poder do público mais depósitos à vista) expansão nominal de 2% entre julho e setembro; 7% entre outubro e dezembro e; 0% entre janeiro e março de 1991. Para o M4 (M1 mais títulos públicos em poder do público, depósitos de poupança e títulos privados) ficou estabelecido 6,1% entre julho e setembro; 4,8% entre outubro e dezembro e; 0% entre janeiro e março de 1991. Além do mais, o Banco Central reduziu o crédito ao consumo (Resolução nº 1708, alterada pela de nº 1715); voltou a realizar leilões formais de venda de Letras do Tesouro Nacional (LTNs), objetivando regular a liquidez (havia deixado de fazê-lo em março); e extinguiu a garantia de recompra automática das posições diárias das instituições que operam no mercado aberto.²

Em agosto de 1990, a autoridade monetária ampliou a base de recolhimento do compulsório sobre depósitos à vista, incluindo recursos de trânsito, cheques administrativos e as cobranças e as arrecadações de tributos (Circular nº 1805) e, elevou os encargos das das linhas de redesconto. Em janeiro de 1991, foram lançados no mercado os Bônus do Banco Central (BBCs) (título prefixado de curto prazo) e, em março, foram extintas as aplicações em “overnight” para pessoas físicas e jurídicas não-financeiras e elevados, mais uma vez, os custos das linhas de redesconto. Ademais, em 1991 o Banco Central se destacou neutralizando a posição sobrevendida em títulos públicos em relação ao nível de reservas das instituições (“oversold”), com a venda de dinheiro em leilões informais (“go-arounds”), o que, na prática, funcionou como o extinto mecanismo da recompra automática.

A experiência histórica acumulada desde 1986 indica que, após os programas de estabilização, a oferta de moeda sempre aumenta.³ De fato, entre fevereiro

1 Esta seção foi extraída, em parte, de Burle (1991).

2 Veja, por exemplo, Pereira & Nakano (1991), Nakano (1990) e Pastore (1990).

3 Sobre o Plano Cruzado, veja, por exemplo, Moraes (1990).

e maio de 1990 os saldos nominais da base monetária (papel moeda em circulação mais reservas bancárias) e do MI (dados de fins de mês; veja Tabela I) aumentaram 558,2% e 442,2%, respectivamente, enquanto que a inflação acumulada pelo IGP/FGV (Índice Geral de Preços da Fundação Getúlio Vargas) foi de 120,1%. No mesmo período, os empréstimos do sistema financeiro ao setor privado cresceram apenas 78,6%, refletindo o racionamento e o aperto da liquidez na ponta de crédito.

TABELA 1
SALDOS MENSAIS DA MOEDA E DO CRÉDITO (Cr\$ bilhões)
1990-1991

MESES	BASE MONETÁRIA	MEIOS DE PAGAMENTO (MI)	EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO
Fev.	140,0	224,3	2.559,4
Mar.	342,4	659,6	4.420,9
Abr.	582,1	894,1	4.956,1
Mai.	921,5	1.216,2	4.571,9
Jun.	836,8	1.209,9	5.092,9
Jul.	761,6	1.209,3	5.806,2
Ago.	781,6	1.321,4	6.563,7
Set.	921,4	1.515,3	7.548,4
Out.	919,8	1.518,6	8.721,1
Nov.	1.026,3	1.810,9	10.186,1
Dez.	1.621,3	2.510,2	12.215,0
Jan.	1.309,1	2.138,7	14.515,9
Fev.	1.812,1	3.231,5	15.500,3
Mar.	2.023,8	3.441,0	16.227,4
Abr.	2.027,0	3.500,3	18.771,8
Mai.	2.249,5	3.777,1	20.371,7
Jun.	2.474,9	4.411,3	n.a.
Jul.	2.571,3	4.341,2	n.a.
Ago.	2.812,2	4.981,2	n.a.
Set.	3.209,9	6.139,4	n.a.

- Saldos de fim de mês.

FONTE: Banco Central (1991a).

Entre maio e outubro, verifica-se pela Tabela 1 que os saldos nominais da base monetária e do M1 se mostraram relativamente estáveis, embora tenha ocorrido diversos fatores de pressão da liquidez, tais como redistribuição de ativos financeiros em face do IOF (Resolução nº 1706), ampliação da base de recolhimento do compulsório sobre depósitos à vista e liquidação de bancos estaduais.

Em novembro, já era evidente que a programação monetária traçada em maio havia sido superada. De fevereiro a dezembro de 1990, o saldo de base monetária variou 1.058,1%, enquanto que a inflação medida pelo IGP/FGV foi de apenas 434,1%. No mesmo período, o estoque do crédito total do sistema financeiro ao setor privado aumentou 377,3% indicando que, se por um lado, houve expansão real da oferta monetária, por outro lado, houve aperto de liquidez na política de crédito.

O Plano Collor obteve relativo êxito na contenção da alta dos preços nos três primeiros meses, ou seja, até junho de 1990. Posteriormente, entretanto, a inflação voltou ao patamar dos dois dígitos e, em janeiro de 1991, as autoridades governamentais adotaram o Plano Collor 2, contendo congelamento de preços e salários, reforma financeira e “tarifaço”.⁴ Verifica-se, pela Tabela 2, que a inflação, mesmo após esse choque, passou de 19,9% em janeiro para 21,1% em fevereiro, explicado principalmente pelo impacto de custos dos reajustes das tarifas públicas.

Entre março e maio de 1990, as taxas de juros do “overnight” fixadas pelo Banco Central foram negativas em termos reais (v. Tabela 2). De junho a agosto desse ano, as taxas de juros mais ou menos acompanharam a inflação e de setembro a dezembro as taxas de juros e os “spreads” (diferença entre as taxas de captação e as taxas de aplicação) se elevaram para patamares positivos em termos reais, se refletindo diretamente na ponta dos empréstimos (v. Tabelas 2 e 3). Contribuíram, para este comportamento do último quadrimestre, a política econômica instável e a incidência de impostos no mercado financeiro.

Em fevereiro de 1991, o governo fixou a Taxa Referencial de Juros (TR) em 7% enquanto que a inflação foi de 21,1%, o que provocou novo confisco das aplicações financeiras, principalmente em títulos pós-fixados. De março a julho desse ano, as taxas de juros do “overnight” (então, somente para transações entre as instituições financeiras) se situaram um pouco acima das taxas mensais de inflação (v. Tabela 2). Finalmente, a partir de agosto, o Banco Central elevou as taxas de juros, tendo em vista o início da devolução dos cruzados novos.

4 Sobre os motivos iniciais do descontrole dos preços do Plano Collor, veja Pereira & Nakano (1991).

TABELA 2
TAXAS DE JUROS E DE INFLAÇÃO (%)
1990-1991

MESES	OVERNIGHT	IGP/FGV
Mar.	36,8	81,3
Abr.	4,2	11,3
Mai.	5,7	9,1
Jun.	8,7	9,0
Jul.	13,8	13,0
Ago.	11,5	12,9
Set.	15,2	11,7
Out.	16,5	14,2
Nov.	19,8	17,4
Dez.	22,9	16,5
Jan.	21,0	19,9
Fev.	6,9	21,1
Mar.	9,0	7,3
Abr.	9,7	8,7
Mai.	9,6	6,5
Jun.	10,3	9,9
Jul.	12,4	12,8
Ago.	15,8	15,5
Set.	19,8	16,2
ACUMULADO	1.097,2	1.502,8

FONTE: Banco Central (1991b).

Obs.: A partir de março de 1991, as aplicações em "overnight" passaram a ser efetuadas somente para instituições financeiras.

TABELA 3
TAXAS DE JUROS DOS EMPRÉSTIMOS (%)
- 1990 -

MESES	CRÉDITO HOT-MONEY (1 a 7 dias)	CAPITAL DE GIRO PREFIXADO (A 30 DIAS)	CRÉDITO AO CONSUMO (BANCOS)	CRÉDITO AO CONSUMO (LOJAS)	CRÉDITO PESSOAL
Out.	34,0	25,0	30,0	35,0	35,0
Nov.	36,0	25,0	35,0	40,0	50,0
Dez.	31,0	22,0	35,0	40,0	50,0

FONTE: Sartori (1990).

Obs.: Taxas de juros dos dias 13/out., 16/nov. e 14/dez.

TABELA 4
VARIAÇÕES MENSAIS DO FAF, TR E INFLAÇÃO EM 1991 (%)

MESES	FAF	TR	IGP/FGV
Mar.	8,7	8,5	7,3
Abr.	9,3	8,9	8,7
Mai	9,2	8,9	6,5
Jun.	9,3	9,4	9,9
Jul.	10,4	10,1	12,8
Ago.	12,5	11,9	15,5
Set.	16,7	16,8	16,2
Out.	19,7	19,8	25,9
ACUMULADO	146,1	142,7	160,2

FONTE: Bittencourt (1991a).

Obs.: Rendimento médio dos 10 maiores FAFs.

3. DEPÓSITOS A PRAZO E TAXAS DE JUROS⁵

Em março de 1991, o Banco Central operacionalizou o Fundo de Aplicações Financeiras (FAF).⁶ O FAF (ou Fundão) foi uma iniciativa do governo para alongar as aplicações financeiras e alocar recursos em inversões fixas. Para ilustrar isso, entre junho e outubro de 1991 o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) aprovou mais de US\$ 600 milhões de dólares em investimentos industriais com recursos captados pelo Fundão, ou seja, com a emissão de Títulos de Desenvolvimento Econômico (TDEs) pelas instituições financeiras.

Conforme se verifica pela Tabela 4, de março a outubro de 1991 o rendimento médio dos dez maiores FAFs acumulou uma variação de 146,1%, enquanto que a inflação medida pelo IGP/FGV foi de 160,2%. Uma das razões para essa performance negativa foi a composição do lastro do Fundão, assentado parcialmente em aplicações indexadas pela TR.⁷ Como esta subestimou a inflação no período (v. Tabela 4), a rentabilidade do FAF foi influenciada negativamente.

⁵ Esta seção foi extraída, em parte, de Burle (1991 e 1992).

⁶ Sobre os aspectos da reforma financeira dessa seção, veja também Simonsen (1991), Toledo (1991) e Yoshino (1991a e 1991b).

⁷ As aplicações indexadas pela TR se constituem por 23% de depósitos no Banco Central, 10% por Títulos de Desenvolvimento Econômico, 3% por cotas do Fundo de Desenvolvimento Social, uma parcela dos 42% que cabem aos títulos estaduais e privados e outra dos 20% cabem aos títulos federais.

Outra razão residiu na movimentação de saques e de depósitos de grandes empresas, o que fez incidir o IOF.

Criada em janeiro, a TR se baseia na média das taxas de juros dos CDBs prefixados de 30 dias praticadas pelos bancos e ponderada pelo volume negociado nos seis primeiros dias úteis do mês de vigência.⁸ Pelos dados da Central de Custódia e Liquidação de Títulos Privados (Cetip), do valor de Cr\$ 8,8 trilhões de CDBs em custódia do dia 18 de dezembro (ao redor de 70% do total do mercado),⁹ 81,6% eram títulos prefixados de 30 dias e o restante papéis pós-fixados de prazos acima de 90 dias (principalmente de indexação pela TR ou Taxa Referencial Diária - TRD), indicando a preferência dos investidores pelas aplicações com o risco da inflação.¹⁰ O que justifica a baixa adesão da TR entre os investidores, mesmo sendo o indexador oficial do mercado financeiro?

Além da aversão dos agentes às aplicações pós-fixadas incorporada com as tablitas, a base tomada das taxas dos CDBs do início do mês faz a TR subestimar a alta dos preços num contexto de aumento da inflação, tal como de maio a outubro de 1991 (v. Tabela 4). Outra razão da pouca credibilidade da TR são as elevadas oscilações das taxas dos CDBs em virtude da alteração da liquidez propiciada pelo recolhimento de impostos e contribuições do INSS/FGTS, compulsório sobre depósitos à vista, pagamento de salários, resgates e emissões de títulos públicos e privados, entre outros fatores. Talvez mais adequado seria tomar as taxas de juros do "overnight" fixadas pelo Banco Central e utilizadas como custo primário do dinheiro transacionado por um dia entre as instituições financeiras (Yoshino, 1991a).

Vale notar que, em outros países, a taxa flutuante de juros é formada a partir das taxas de juros do over interbancário, o que equivale aos Certificados de Depósito Interbancário (CDIs) negociados por um dia no Brasil. No entanto as taxas de juros deste mercado tendem a oscilar mais do que as dos CDBs prefixados de trinta dias. Em síntese, a taxa flutuante de juros brasileira como referencial para empréstimos parece ainda distante, em razão, sobretudo, da política monetária volátil resultante do déficit público.

Por outro lado, os depósitos a prazo (CDBs) se transformaram no principal ativo financeiro em poder do público, atingindo o saldo de Cr\$ 7,6 trilhões (dados do Banco Central) em julho de 1991, dentro de uma poupança total de Cr\$ 25,8 trilhões no conceito amplo de meios de pagamento M4, que inclui papel moeda em poder do público, depósitos à vista, títulos públicos em poder do mercado,

8 Até outubro de 1991, tomava-se os três últimos dias úteis do mês e os três primeiros dias úteis após o primeiro dia útil do mês seguinte (o de vigência). A Resolução nº 1 878 de 25 de outubro, alterou para a forma apresentada no texto.

9 Vale acrescentar que a Cetip não registra uma parcela de CDBs, que é custodiada pelas próprias instituições financeiras.

10 Em janeiro de 1991 (antes do Plano Collor 2) a proporção de títulos prefixados no estoque total de CDBs era de apenas 60%.

depósitos de poupança e títulos privados (v. Tabela 5).¹¹ Ademais, em maio de 1991 (últimos dados oficiais desagregados), os bancos múltiplos tinham 66,1% das emissões de CDBs - totalizando Cr\$ 6,1 trilhões, inclusive a carteira das instituições - os bancos comerciais 12,5%, o Banco do Brasil 10,5% e as demais instituições financeiras (caixas econômicas, bancos de investimento e bancos de desenvolvimento) 10,9% (Banco Central, 1991a).

TABELA 5
OS CDBs E A POUPANÇA FINANCEIRA (Cr\$ bilhões)
1990-1991

MESES	CDBs (1)	M4 (2)	(3) = $\frac{(1)}{(2)}$ (%)
Fev.	318,7	3.551,7	8,9
Mai.	547,4	4.477,2	12,2
Ago.	1.294,1	6.218,3	20,8
Nov.	2.305,9	9.204,5	25,1
Fev.	3.130,2	14.866,9	21,1
Mai.	5.869,5	20.341,8	28,9
Jul.	7.594,5	25.774,5	29,5

FONTE: Banco Central (1991a e 1991c).

Nota: M4: Papel-moeda em poder do público, depósitos à vista, títulos federais em poder do público, exclusive carteiras das instituições, títulos estaduais e municipais em poder do público, depósitos de poupança, depósitos a prazo, exclusive carteira das instituições, letras de câmbio e letras hipotecárias.

Conforme notado anteriormente, segundo a Cetip, ao final de 1991 mais de 80% do estoque de CDBs se constituíam por papéis prefixados de 30 dias. Além da descredibilidade dos investidores na TR, este perfil de curto prazo se explica também pelo aumento do prazo mínimo das aplicações pós-fixadas de 30 para 90 dias junto à alta da inflação.

Num segmento do mercado de depósitos a prazo, estão grandes investidores (primeira linha) negociando em lotes elevados e auferindo altas taxas de juros. Noutro, estão as negociações de CDBs no mercado interbancário, de pouca expressão em termos de volume movimentado e, num último grupo, estão as aplicações de pequenos e médios investidores em menores lotes nas agências dos bancos e que propiciam as mais baixas taxas de rendimento.

¹¹ Veja também Bittencourt (1991a).

A política monetária apertada do Plano Collor contribuiu decisivamente para o aumento das aplicações em depósitos a prazo. Em março de 1990, o corte abrupto da liquidez imposto pelo bloqueio de ativos, levou os bancos a reforçar as emissões de CDBs para garantir moeda para clientes com expressivo volume de dinheiro confiscado e para assegurar a transição desse crucial instrumento de captação (Bittencourt, 1992). Em agosto de 1990, o depósito compulsório passou a incidir sobre o “floating” dos recursos nas agências bancárias. Isto levou os bancos a captar recursos para suprir as reservas, refletindo na alta das taxas de juros, o que favoreceu os depósitos a prazo ante aos demais ativos.

Em março de 1991, a proibição das aplicações com compromisso de recompra para pessoas físicas e jurídicas não-financeiras e a entrada em operação do FAF afetando a concorrência entre as instituições, foram medidas que beneficiaram as aplicações em depósitos a prazo (Bittencourt, 1992). Em agosto desse ano, a autoridade monetária instituiu o recolhimento compulsório sobre CDBs, ao nível de 100% do que ultrapassar o saldo observado em 31 de julho corrigido pela TRD mais 2% mensalmente (Circular nº 2020). Contudo as taxas de juros mantiveram-se em elevação entre agosto e novembro em virtude da atuação restritiva do Banco Central no “overnight” e da expectativa ascendente da inflação.

Verifica-se pela Tabela 6 que, no dia 18 de novembro, um CDB prefixado de 30 dias acumulava ganho real bruto de 9,1% em 60 dias e 4,5% em 30 dias em relação à TRD. Na ponta de crédito no mesmo dia, a taxa de juros do capital de giro prefixado de 30 dias acumulava variação real de 5,4% em 30 dias e de 11,6% em 60 dias.

Para Bittencourt (1992), as razões que explicaram o fracasso do compulsório em conter a liquidez no mercado de depósitos a prazo foram: a capacidade dos bancos em substituir captações em CDBs por CDIs; a distribuição das emissões de CDBs pelas instituições ao longo do mês para não se detonar o recolhimento compulsório; e o fato da própria TR se tornar positiva em termos reais ao final de 1991 (ou seja, 30,5% e 28,4% em novembro e dezembro, respectivamente, contra 25,8% e 22,1% de inflação medida pelo IGP/FGV).

4 - CONSIDERAÇÕES FINAIS

Depois do confisco de aplicações financeiras do Plano Collor, constatou-se notável expansão monetária em virtude da redução dos custos de retenção e do resultante aumento da demanda por moeda.

TABELA 6
RENDIMENTO DOS CDBs E TAXAS DE JUROS DO CRÉDITO (%)
- 18 DE NOVEMBRO DE 1991 -

DISCRIMINAÇÃO	ACUMULADO EM 30 DIAS	TAXA REAL EM 30 DIAS	ACUMULADO EM 60 DIAS	TAXA REAL EM 60 DIAS
CDB prefixado de 30 dias (pessoa jurídica)	31,6	4,5	62,6	9,1
CDB prefixado de 30 dias (pessoas física)	29,7	3,0	57,9	5,9
CDB pós-fixado (pessoa jurídica)	29,6	2,9	57,9	5,9
CDB pós-fixado (pessoa física)	28,6	2,1	55,6	4,4
Capital de giro	32,7	5,4	66,3	11,6
Desconto de duplicatas	38,0	9,6	78,6	19,9
Hot-money	29,8	3,1	56,3	4,9
TRD	25,9	0,0	49,0	0,0

FONTE: Abril Editora (1991).

Obs.: Pessoa jurídica é isenta de IOF e Imposto de Renda na aplicação em CDBs; Capital de giro é o crédito a taxas prefixadas de prazo de 30 dias; Desconto de duplicatas é o crédito a taxas pós-fixadas de prazo de 30 dias ou mais; e Hot-money é o crédito "overnight" de 1 a 7 dias.

Em maio de 1990, o governo cortou o crédito pessoal ao consumo, estabeleceu programação monetária rígida e extinguiu a garantia de recompra automática das posições diárias das instituições financeiras. Esta última medida foi, em parte, anulada pela atuação da autoridade monetária em leilões informais de venda de dinheiro para os bancos.

Ao final de 1991, nota-se que o sistema financeiro nacional registrava alto número de instituições ao lado de elevada concentração de depósitos e empréstimos em pequeno número de grandes conglomerados bancários (Mattos, 1991). Disto resulta que deverá haver redução do número de bancos para a adaptação ao novo perfil mais concorrido e ligado à produção e ao mercado de capitais e menos dependente da inflação. Após o plano de estabilização já ocorreram diminuições consideráveis na rede de agências e no efetivo de funcionários do sistema bancário.

A criação do FAF como mecanismo de formação de um "funding" para o financiamento de longo prazo foi bem-vinda, dada a escassez vigente desse tipo de crédito na economia brasileira. Todavia a instabilidade macroeconômica e o descontrole dos preços impediram avanços mais significativos nesta área. O mesmo pode se concluir da TR como tentativa de se criar uma taxa referencial de juros regida pelas leis do mercado para servir de piso para os custos dos

empréstimos. Dada a volatilidade da política monetária, ocasionada pelo desequilíbrio das contas fiscais - refletindo-se na instabilidade das taxas de juros dos CDBs -, a TR ficou sujeita a oscilações que a tornaram pouco aceitável entre empresários e investidores.

Os depósitos a prazo se transformaram no principal ativo financeiro em poder do público, ultrapassando os títulos públicos federais e as cadernetas de poupança em valor de saldos. Em março de 1990, o bloqueio da liquidez levou os bancos a reforçar as captações em depósitos a prazo para satisfazer a demanda de crédito. Em agosto desse ano, a instituição do compulsório sobre "floating" das instituições, ao elevar as taxas de juros, favoreceu adicionalmente os CDBs em frente dos demais ativos. E, em março de 1991, a extinção do "overnight" para pessoas físicas e jurídicas não financeiras e a criação do FAF de rentabilidade duvidosa foram medidas que também beneficiaram as aplicações em depósitos a prazo.

Em síntese, só haverá o alongamento das aplicações financeiras e a formação de "funding" de crédito para o desenvolvimento econômico sustentável, quando houver a estabilidade da inflação. Para isso é fundamental aprofundar o ajuste fiscal e efetivar uma política de rendas que aumente a parcela do salário na renda interna. Sem tais requisitos, a poupança financeira continuará escassa e concentrada no curto prazo.

BIBLIOGRAFIA

- ABRIL EDITORA. Exame, v. 23, nº 24, 27 nov. 1991, p. 12.
- BANCO CENTRAL. Boletim Mensal. v. 27, nº 8, ago. 1991a.
- _____. Boletim Mensal, v. 27, nº 9, set. 1991b.
- _____. Informativo Mensal, p. 133-134, ago./set. 1991c.
- BITTENCOURT, Angela. Prêmio para Especulação com Risco. *Gazeta Mercantil*, 02 nov. 1991a, p. 33.
- _____. Comemoração Cautelosa e Rigor com os Juros. *Gazeta Mercantil*, 30 nov. 1991b, p. 25.
- _____. Conservadores Garantem Destaque ao CDB. *Gazeta Mercantil*, Relatório - Balanço e Perspectivas, 02 jan. 1992, p. 9.
- BURLE, Lauro Lobo. A Reforma Financeira e a Política Monetária. *Carta de Conjuntura*, CORECON/DF, nº 27, jul./ago. 1991, p. 30-32.
- _____. As Taxas de Juros e os Depósitos a Prazo. *Carta de Conjuntura*, CORECON/DF, nº 29, jan./fev. 1992, p. 30-31.
- MARTONE, Celso Luiz. A Destruição do Sistema Financeiro. *Economia em Perspectiva*, CORECON/SP, nº 77, jan./fev. 1991, p. 4-5.
- MATTOS, Elpidio Marinho. Os Grandes Conseguem Manter Lucros. *Gazeta Mercantil*, Relatórios - Os Bancos, 26 nov. 1991, p. 1-4.
- MORAES, Pedro Luiz Bodin. A Condução da Política Monetária Durante o Plano Cruzado. *Revista de Economia Política*, v. 10, nº 2, (38), abr./jun. 1990, p. 33-52.
- NAKANO, Yoshiaki. As Fragilidades do Plano Collor de Estabilização. In: FARO, Clóvis de (org.). *Plano Collor - Avaliação e Perspectivas*. Rio de Janeiro: LTC Editora, 1990, p. 136-153.
- PASTORE, Affonso Celso. A Reforma Monetária do Plano Collor. In: FARO, Clóvis de (org.). *Plano Collor - Avaliação e Perspectivas*, Rio de Janeiro: LTC Editora, 1990, p. 157-174.

- PEREIRA, Luiz Carlos Bresser & NAKANO, Yoshiaki. Hiperinflação e Estabilização no Brasil. *Revista de Economia Política*, v.11, nº 4 (44), out./dez. 1991, p. 89-114.
- SARTORI, Celso. Dificuldades para Conseguir Crédito. *Gazeta Mercantil*, 29 dez. 1990, p.28.
- SIMONSEN, Mário Henrique. Um Esquema Soft Para os Cruzados. *Exame*, v.23, nº 14, 10 jul. 1991, p.13.
- TOLEDO, Joaquim Elói Cirne de. Financiamento de Curto Prazo no Projeto. *Informações FIPE*, FEA/USP, nº 129, abr. 1991, p.7-9.
- YOSHINO, Joe Akio. Plano Collor 2: Alguns Aspectos Conceituais da Reforma Monetária (I): *Informações FIPE*, FEA/USP, nº 127, fev. 1991a, p.17-21.
- _____. Desafios das Reformas Monetárias e Financeiras no Brasil. *Informações FIPE*, FEA/USP, nº 135, out./1991b, p.15-17.
- _____. & LUNDBERG, Eduardo Luis. Desintermediação/Repressão Financeira. *Economia em Perspectiva*, CORECON/SP, nº 78, mar. 1991, p.6-7.

ABSTRACT

THE MONETARY POLICY AND THE RATES OF INTEREST IN THE COLLOR PLAN

This article analyses the monetary policy, the interest rates, and the applications in term deposits, during the Collor Plan. The paper intends to show that the liquidity restriction and the inflation rate increased the shortage of long-term credit, as well as changed the term deposits in the main financial assets belonging to the private investors.